

Schwerpunkt Immobilien-Spezialfonds

Wachstum auf Vorrat

Welche Wirkung ein Referentenentwurf bezüglich einer möglichen Produktregulierung entfalten kann, haben in den vergangenen Monaten die Offenen Immobilienfonds gezeigt. Als für diese Anlageform vom Bundesfinanzministerium ein Neugründungsverbot erwogen wurde, meldeten Kapitalanlagegesellschaften vorsorglich mehrere Dutzend neuer Immobilien-Spezialfonds an, ohne dass absehbar ist, ob und wann diese in den Vertrieb gehen werden. Dabei bedarf dieses bei Versichern und Versorgern beliebte Investitionsvehikel eigentlich keiner politischen induzierten Sonderkonjunktur, wie der Autor zeigt. Denn nie waren die Zahl der Anbieter und das Fondsvolumen höher. (Red.)

Das Fondsvolumen der Immobilien-Spezialfonds ist im Jahr 2012 durch Mittelzuflüsse in Höhe von 3,5 Milliarden Euro um fast fünf Milliarden Euro auf einen neuen Höchstwert von 37,4 Milliarden Euro angestiegen. Gleichzeitig hat sich die Zahl der Immobilien-Spezialfonds von 176 auf 361 verdoppelt. Was auf den ersten Blick so aussieht, als sei es für die Branche extrem erfreulich, entpuppt sich bei näherem Hinsehen jedoch als reine Vorsorgemaßnahme und weist auf eines der größten Risiken für die gesamte Investmentbranche hin: das Bundesfinanzministerium (BMF) und seine Gesetzesvorschläge.

Die meisten dieser neuen Immobilien-Spezialfonds sind nämlich als reine Vorratsfonds aufgelegt worden, nachdem der Referentenentwurf des BMF veröffentlicht wurde, der neue Offene Immobilienfonds verbieten wollte. Diese sicherlich etwas absurde Idee, mit der Anleger geschützt werden sollten, war leider kein Einzelfall, sondern reiht sich ein in eine ganze Anzahl von Vorschlägen ähnlicher Qualität ein. Der geplante Zwangsabschlag von zehn Prozent auf die Verkehrswerte sei hier nur als Beispiel genannt.

Das Gesamtvolumen der Immobilien-Spezialfonds könnte in wenigen Jahren das der Publikumsfonds erreichen oder sogar übersteigen. Der Grund dafür ist jedoch nicht, dass der Offene Immobilienfonds für Kleinanleger ein ungeeignetes oder gar gefährliches Produkt wäre, wie es von der einen oder anderen Seite unter Verweis auf die als „Krise der Offenen Immobilienfonds“ apostrophierten Fondsschließungen der letzten Jahre suggeriert wird. Es stimmt zwar, dass die Produkte nicht sämtliche Versprechungen und Erwartungen im Hinblick auf Liquidität und stabiler Wertentwicklung erfüllt haben, und natürlich waren die Anbieter für das Marketing selbst verantwortlich.

Jetzt ist es jedoch der Gesetzgeber, der durch seine in immer schnellerer Folge vorgenommenen Neuregelungen die Attraktivität des Produktes unnötig beeinträchtigt. Wo eine klare Aussage zu den Möglichkeiten und Grenzen eines Immobilienproduktes genügt hätte, wurden die Erwerbs- und Rückgabemöglichkeiten erst zum Januar 2013 durch Mindesthalte- und Kündigungsfristen mit einem 30 000 Euro Freibetrag pro Anleger und Halbjahr beschnitten. Und bevor diese Regelung die notwendige Zeit bekommen hat, um sich zu bewähren, wird der Freibetrag gestrichen.

Vorteile für die Anleger sind sehr schwer erkennbar, dafür ist der Umsetzungsaufwand bei den depotführenden Stellen wegen der Unterscheidung zwischen bereits ausgegebenen Anteilen (hier soll weiterhin die 30 000 Euro Regelung gelten) und neuen Anteilen (kein Freibetrag mehr) beträchtlich. Wahrscheinlich wäre allen Beteiligten besser geholfen gewesen, hätte man den Anlegern eine Möglichkeit zur frühzeitigen Registrierung von Auszahlungswünschen eingeräumt, verbunden mit der Aussicht auf bevorzugte Behandlung im Falle von Liquiditätseng-

pässen. Immerhin kann die Branche jetzt hoffen, dass für die Zukunft klare Regeln bestehen.

Zu- und Abgänge bei den Fondsanbietern

Die Zahl der Kapitalanlagegesellschaften, die Immobilien-Spezialfonds anbieten, wuchs auch im Jahr 2012 wieder an. Inzwischen buhlen 38 Wettbewerber um die Anlegergunst, sechs mehr als ein Jahr zuvor. Es wären sogar 39 Gesellschaften, hätte nicht die **WGF Immobilien Investment GmbH**, Düsseldorf, wie bereits berichtet, ihre Zulassung zurückgegeben.

Hinzugekommen ist im 2. Quartal 2012 die **Internos Real Investors Kapitalanlagegesellschaft mbH**, Frankfurt am Main. Diese gehört zur erst 2008 gegründeten Internos Global Investors, einer inhabergeführten, unabhängigen und international tätigen, auf Immobilien spezialisierte Investment-, Fonds- und Asset-Management-Plattform mit Hauptsitz in London. Der erste, bereits aufgelegte Spezialfonds konzentriert sich auf Hotelimmobilien in der Eurozone. Angepeilt wird ein Portfoliowert von 400 Millionen Euro. Beachtenswert ist dabei, dass die Gründung einer eigenen Kapitalanlagegesellschaft offenbar auch für kleinere Marktteilnehmer attraktiv erscheint, obwohl sich bereits mehrere Service- und Master-KAG-Dienstleister anbieten und fertige Plattformen zur Auflegung von Immobilien-Spezialfonds anbieten.

Im September 2012 erhielt die bereits 2010 gegründete **Art-Invest Real Estate Funds GmbH**, Köln, ihre KAG-Zulassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Als eine Immobilieninvestment- und Projektentwicklungsgesellschaft arbeitet das Unternehmen für institutionelle Investoren und Family Offices und hat bisher ausschließlich inländische Immobilien und Projektentwicklungen im Gesamtwert von mehr als einer Milliarde Euro erworben beziehungsweise entwickelt.

Die ebenfalls neue **Mondial Kapitalanlagegesellschaft mbH**, München, begann im September 2012 mit dem Erwerb von

Der Autor



Till Entzian

Rechtsanwalt und Leiter Operations, Legal & Compliance, Veritas Investment GmbH, Frankfurt am Main

Fachmärkten und Fachmarktzentren für ihren ersten Spezialfonds. Bis Mitte 2013 konnten 150 Millionen Euro investiert werden.

Von Savills, einem internationalen Immobilienunternehmen mit Hauptsitz in London und mehreren Büros in Europa sowie Singapur und einem für unterschiedliche Anlegergruppen verwalteten Bruttoimmobilienvermögen von 4,4 Milliarden Euro, wurde die **Cordea Savills Invest GmbH**, Düsseldorf, gegründet. Während man bisher ausschließlich Luxemburger Vehikel eingesetzt hat, möchte man künftig auch Immobilien-Spezialfonds nach deutschem Recht für institutionelle Anleger auflegen können.

Von der Gründung der **DSR Deutsche Investment Kapitalanlagegesellschaft mbH**, Hamburg, war bereits berichtet worden. Diese Gesellschaft konnte 2013 ihren ersten Immobilien-Spezialfonds auflegen, der mit einem Zielvolumen von etwa 150 Millionen Euro vorwiegend in ein bereits bekanntes Berliner Wohnimmobilien-Portfolio investieren soll.

Schließlich hat sich die **Credit Suisse Asset Management Immobilien Kapitalanlagegesellschaft mbH** (CSAM Immobilien KAG), Frankfurt am Main, durch Auflegung von sechs Vorratsfonds in den Kreis der Spezialfondsgesellschaften gestellt. Ob dies eine reine Vorsichtsmaßnahme war oder ob ein konkreter Bedarf bereits absehbar war, ist nicht bekannt.

Verteilung des Marktes

Die Marktanteile der Wettbewerber haben sich, wie jedes Jahr, verschoben. Marktführer ist unverändert die IVG mit einem Marktanteil von 18,8 Prozent. Im Vorjahr hatte der Marktanteil noch bei 21,1 Prozent gelegen. In absoluten Zahlen ist in die IVG weiterhin auf Wachstumskurs und konnte ihr verwaltetes Vermögen um 158 Millionen steigern, ein Plus von 2,2 Prozent. Rechnet man den Luxemburger Spezialfonds hinzu, beträgt die Steigerung sogar 6,7 Prozent und der Marktanteil noch 19,6 Prozent.

Zur Abwendung des Risikos, das dem Geschäftsmodell durch Verbot von Offenen Immobilienfonds droht hätte, legte die IVG im Übrigen ein rundes Dutzend Fonds auf Vorrat auf. Auf die gleiche Weise reagierten Axa Investment, Commerz Real Estate Spezialfonds und Patrizia Gewerbeinvest, die ebenfalls jeweils ein gutes Dutzend neuer Sonder-

Abbildung 1: Entwicklung des Volumens von Offenen Immobilien-Publikums- und -Spezialfonds (Angaben in Milliarden Euro)

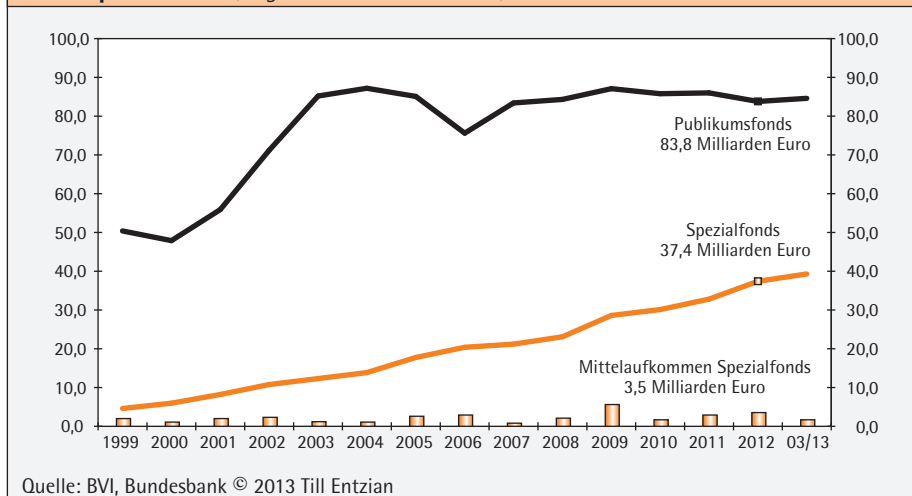
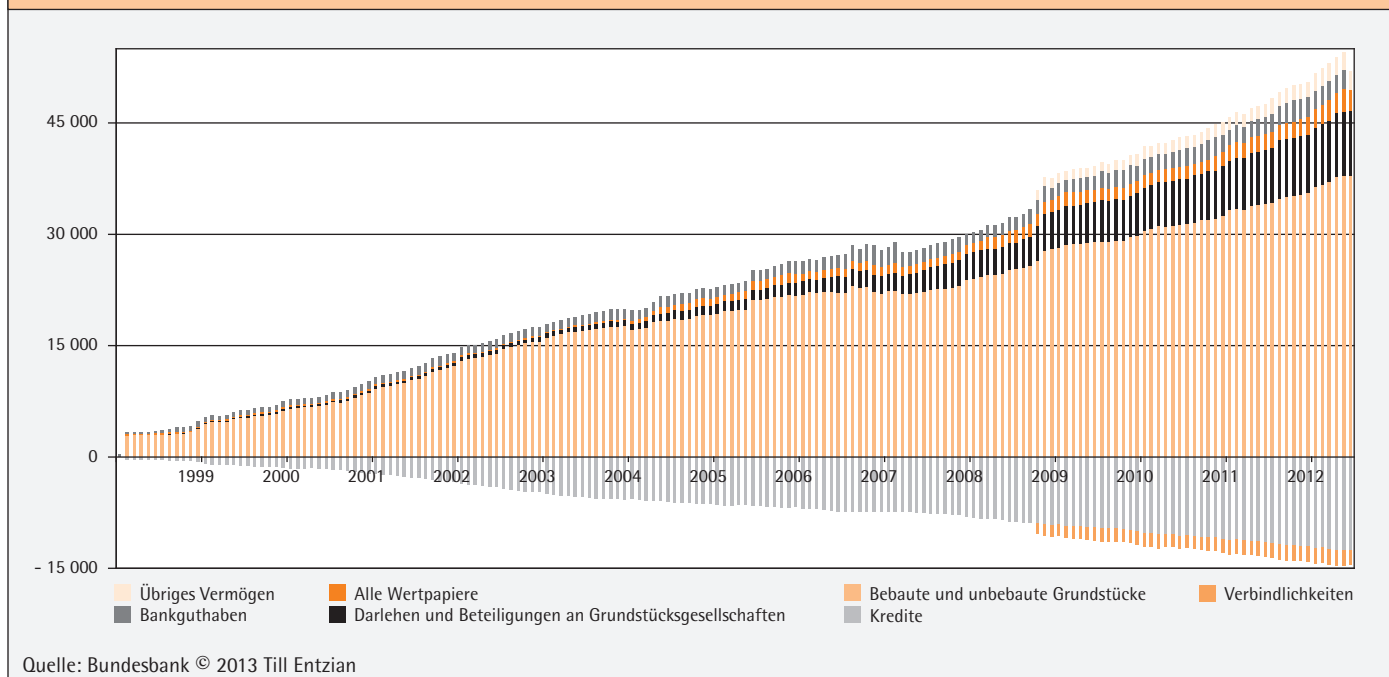


Abbildung 2: Anbieter von Immobilien-Spezialfonds

Gesellschaft	Anzahl der Immobilien-Spezialfonds	Fondsvermögen in Millionen Euro	Veränderung in Millionen Euro	Veränderung in Prozent	Marktanteil in Prozent	Veränderung gegenüber 2011 in Prozent
Aachener Grund	11	2 234,5	418,4	23,0	5,8	0,4
Aberdeen Immobilien	9	908,0	256,7	39,4	2,4	0,4
AIK	15	1 536,3	238,9	18,4	4,0	0,1
Ampega-Gerling	7	262,1	3,3	1,3	0,7	- 0,1
Art Invest	0	0,0	0,0	-	0,0	0,0
Axa Investment Managers	16	1 014,0	144,2	16,6	2,6	0,0
Cordea Savills Invest	0	0,0	0,0	-	0,0	0,0
CRS	19	1 210,0	- 16,8	- 1,4	3,1	- 0,5
CSAM Immo	6	0,1	0,1	-	0,0	0,0
DSR Deutsche Investment KAG	0	0,0	0,0	-	0,0	0,0
Deka Immo	7	1 173,0	- 4,4	- 0,4	3,0	- 0,5
Gentum Immobilien	1	110,0	2,5	2,3	0,3	- 0,0
Global First Asset KAG	-	-	0,0	-	0,0	0,0
Hansainvest	6	2 069,7	202,4	10,8	5,4	- 0,2
Zip Institutional Investment Partners	14	600,0	600,0	-	1,3	1,3
iii-Investments.	34	3 069,4	12,1	0,4	8,0	- 1,1
iii-European Property Sicav- FIS	1	219,0	218,7	-	0,6	0,6
Intreal	14	894,5	467,3	109,4	2,3	1,0
Internos Real Investors	1	75,0	75,0	-	0,2	0,2
IVG	48	7 251,0	158,4	2,2	18,8	- 2,3
IVG Lux	2	319,9	319,9	-	0,8	0,8
Lasalle	2	193,0	74,0	62,2	0,5	0,1
Meag	3	1 052,2	- 3,4	- 0,3	2,7	- 0,4
Mondial	1	50,0	50,0	-	0,1	0,1
Morgan Stanley	1	107,5	-	-	0,3	- 0,0
Patrizia Gewerbeinvest	25	1 946,0	283,1	17,0	5,0	0,1
Patrizia Wohninvest	11	587,1	143,8	32,4	1,5	0,2
Quantum Immobilien	5	648,64	-	-	1,7	- 0,2
Real IS Investment	2	-	-	-	0,0	0,0
RREEF Spezial Invest	10	2 523,7	507,1	25,1	6,5	0,5
Schroder Property KAG	2	337,4	25,8	8,3	0,9	- 0,1
SEB Asian Property Fund	1	215,4	3,0	1,4	0,6	- 0,1
SEB Investment	4	1 713,0	- 4,3	- 0,3	4,4	- 0,7
TMW Pramerica	4	1 094,3	68,6	6,7	2,8	- 0,2
UBS RE KAG	8	231,5	45,0	24,1	0,6	0,0
UIIP	24	1 284,9	198,4	18,3	3,3	0,1
Union Investment Real Estate	1	202,3	7,8	4,0	0,5	- 0,1
Universal Investment	23	80,4	80,4	-	0,2	0,2
Warburg - Henderson	12	2 899,4	331,6	12,9	7,5	- 0,1
Westinvest	4	530,5	130,2	32,5	1,4	0,2
Gesamt	354	38 543,4	4 937,8	14,7	100,0	-

Abbildung 3: Anlagen der Immobilien-Spezialfonds (Angaben in Milliarden Euro)



vermögen schufen. Intreal, Patrizia Wohninvest und UBS RE erweiterten ihr Portfolio um jeweils ein halbes Dutzend neue Fonds, während iii-Investments, Union und Universal jeweils zwei neue Fonds anmeldeten.

Trotz der vielen neuen Spezialfonds musste iii-Investments nach der IVG den stärksten Verlust an Marktanteilen hinnehmen. Mit 3,07 Milliarden Euro verwaltet die Gesellschaft lediglich zwölf Millionen Euro oder 0,4 Prozent mehr Fondsvolumen als im Vorjahr. Dies entspricht einem Marktanteil von acht Prozent – ein Rückgang um 1,1 Prozent. Rechnet man hier den neuen Luxemburger Spezialfonds hinzu, der ein Volumen von 219 Millionen Euro aufweist, ergibt sich allerdings ein Gesamtvolumen von 3,3 Milliarden Euro, und der Marktanteilsverlust beträgt lediglich 0,6 Prozent.

Größter Gewinner ist die 2ip, die bereits Mittelzusagen von über vier Milliarden Euro verzeichnet. Das Konzept einer reinen Master-KAG, die das Immobilien-Management an spezialisierte Dienstleister überträgt, scheint das Interesse der Anleger gefunden zu haben. Daneben bietet die Gesellschaft ihre Leistungen auch unabhängig von Fonds an, wobei unterschiedliche Anlageformen gebündelt werden können. Zudem wurde jüngst eine Tochtergesellschaft gegründet, die Investment-Consulting anbietet. Die Intreal hat ihr Fondsvolumen mehr als verdoppelt, sodass sie Ende 2012 auf 0,9 Milliarden Euro beziehungsweise einen Marktanteil von 2,3 Prozent (plus ein

Prozent) kommt. Den Marktanteil weiter ausgebaut hat die RREEF. Ihr betreutes Volumen stieg um eine halbe Milliarde Euro auf 2,5 Milliarden Euro, sodass sie jetzt über einen Marktanteil von 6,5 Prozent (plus 0,5 Prozent) verfügt.

Bemerkenswert ist, dass bei keiner Gesellschaft Rückgaben von Spezialfonds erkennbar sind. Nur bei vier der 39 Anbieter kam es 2012 überhaupt zu einer Verringerung des verwalteten Fondsvolumens. Betroffen waren die SEB und die Meag mit jeweils 0,3 Prozent, die Deka mit 0,4 Prozent sowie die CRS mit 1,4 Prozent. Diese relativ geringen Mittelrückgänge können allerdings durch Ausschüttungen, die nicht wieder angelegt worden, bedingt sein. Auch wenn keine Mittelrückflüsse erkennbar sind, konnten diese vier Gesellschaften nicht vom Wachstum des gesamten Marktes profitieren und verloren jeweils 0,5 bis 0,7 Prozent ihrer bisherigen Marktanteile.

Anlageobjekte und Kreditaufnahme

Bei einem Fondsvolumen von knapp 40 Milliarden Euro beträgt der Verkehrswert der von den Immobilien-Spezialfonds unmittelbar gehaltenen Objekte 38 Milliarden Euro. Zu diesem Wert müssen allerdings noch die indirekt über Immobilien-Gesellschaften gehaltenen Objekte hinzugerechnet werden. Der Verkehrswert dieser Objekte ist leider nicht bekannt. Hilfsweise kann der Wert der

Beteiligungen an den Immobilien-Gesellschaften von 6,7 Milliarden Euro zuzüglich der von den Spezialfonds an die Objektgesellschaften gewährten Darlehen von zwei Milliarden Euro herangezogen werden, denn sowohl das zur Verfügung gestellte Eigen- wie auch das Fremdkapital werden vollständig in Immobilien investiert sein. Da die Objektgesellschaften ihrerseits in aller Regel noch weitere Darlehen zum Beispiel bei Kreditinstituten vor Ort zur Erwerbsfinanzierung aufnehmen, kann für die Immobilien-Spezialfonds insgesamt von einem Immobilienvermögen von über 50 Milliarden Euro ausgegangen werden.

Der Anteil des Fondsvolumens, der indirekt investiert wird, nimmt kontinuierlich zu und beträgt inzwischen 22 Prozent. Der Anteil der indirekt erworbenen Objekte liegt, abhängig von der Höhe der in den Objektgesellschaften vorgenommenen Fremdfinanzierung, noch etwas höher. Seit die Bundesbank nicht nur die objektbezogenen Kredite, sondern auch sonstige Verbindlichkeiten ausweist und diese nicht mehr mit dem „sonstigen Vermögen“ vermengt sind, zeigt sich eine weitere Fremdmittelaufnahme von zwei Milliarden Euro. Unterstellt, dass auch diese Verbindlichkeiten der Finanzierung von Objekten dienen, ergibt sich zusammen mit den Krediten im Wert von 12,6 Milliarden Euro ein Hebel von 1,36 bezogen auf das von Investoren zur Verfügung gestellte „Eigenkapital“.

Die geografische Belegenheit der Objekte zeigt bei den Spezialfonds eine klare

Rückbesinnung auf inländische Immobilien. Deren Anteil stieg in den letzten fünf Jahren von 40 auf 54 Prozent. Ein Grund für diesen Anstieg ist, dass mehrere neue Wettbewerber aufgetreten sind, die sich – entsprechend ihrer Expertise – auf inländische Immobilien konzentrieren. Vor allem aber hat die Staatsschuldenkrise bei vielen institutionellen Anlegern den Blick für die Risiken ausländischer Investitionen geschärft. Auch im Marketing einiger Anbieter wird die Sicherheit von Immobilien in den stabileren „Euro-Kernländern“ hervorgehoben.

Geografische Verteilung

Innerhalb von Deutschland hat die Bedeutung der Rhein-Ruhr-Region in den vergangenen Jahren wieder zugenommen, von knapp acht Prozent vor fünf Jahren auf 10,5 Prozent Ende 2012. Das Rhein-Main-Gebiet zeigte sich im gleichen Zeitraum mit fünf bis sechs Prozent relativ stabil. Eine zunehmende Bedeutung weisen deutsche Mittelstädte auf, die von 13 Prozent im Jahre 2005 kommandieren inzwischen über 20 Prozent der Objekte der Immobilien-Spezialfonds beherbergen. Großstädte außerhalb der beiden Rhein-Gebiete konnten im gleichen Zeitraum lediglich von 14 auf 17 Prozent zulegen. Stark rückläufig ist die Bedeutung Frankreichs (von 16,3 Prozent im Jahr 2005 auf 9,7 Prozent im Jahr 2012 gesunken), der Niederlande (von 10,8 auf 6,1 Prozent) und der anderen Länder der Eurozone (von 13,9 auf 10,8 Prozent). Der Vergleich dieser Zahlen mit der Bundesbankstatistik über die Gesamt-

zahlen von Spezial- und Publikumsfonds zeigt, dass die Unterschiede in der Allokation nur im Detail zu finden sind.

Nutzungsarten der Anlageobjekte

Dank des BVI Bundesverbands Investment und Asset Management e.V. und seiner umfangreichen statistischen Erhebungen kann bei den Nutzungsarten nicht nur zwischen Gewerbe und Wohnen, sondern auch nach unterschiedlichen gewerblichen Nutzungsformen unterschieden werden. Im Zeitablauf ist erkennbar, dass die Bedeutung der Büronutzung für die Immobilien-Spezialfonds deutlich zurückgeht. Stammt im Jahr 2006 noch zwei Drittel aller Nettosolmietetträge aus Büros, ist dieser Anteil im Jahr 2012 auf nur noch 46,3 Prozent gesunken. Diese Entwicklung ist teilweise auf die Gründung von Themenfonds zurückzuführen, die zwangsläufig auch auf alternative Nutzungen fokussierten. Mit diesem Argument erklärt sich auch die starke Zunahme „sonstiger“ Objekte, die sich keiner klassischen Kategorie zuordnen lassen, und deren Anteil von zehn auf 20 Prozent gestiegen war.

Der Anteil von Industrieobjekten hat sich im sechsjährigen Betrachtungszeitraum nahezu verdoppelt und beträgt jetzt 7,3 Prozent. Zu diesem Bereich zählen auch die Logistikimmobilien. Relativ stabil entwickelte sich der Anteil der Wohnimmobilien. In den letzten sechs Jahren lag er stets zwischen knapp drei und knapp fünf Prozent.

Dieses Verhalten entspricht dem jahrzehntelangen Durchschnitt. Interessant ist jedoch die Steigerung des Hotelanteils auf 2,5 Prozent, was immerhin der Hälfte des Wohnungsanteils entspricht.

Unter den Anlegern der Immobilien-Spezialfonds dominieren weiterhin die Versicherungsunternehmen, die insgesamt 14,3 Milliarden Euro investiert haben. Ihre Bedeutung hat in den vergangenen Jahren jedoch zugunsten von Pensionskassen, Versorgungswerken und anderen Altersvorsorgeeinrichtungen nachgelassen. Während der Anteil der Versicherungen von 36 Prozent (2009) kontinuierlich auf unter 30 Prozent (Mai 2013) zurückging, wuchs der der Altersvorsorgeeinrichtungen von 17 Prozent auf über 22 Prozent an.

Investorenstruktur

Dabei betrifft das nachlassende Interesse an Immobilien-Spezialfonds weniger die Lebensversicherungen, die ihren Anteil am Fondsvolumen mit elf bis zwölf Prozent relativ stabil gehalten haben. Vielmehr haben die sonstigen Versicherungen, zu denen nicht nur die Schadens-, sondern vor allem die Rückversicherungsgesellschaften gehören, von 23 Prozent kommend nur noch einen Anteil von 18 Prozent. Ein deutlich wachsendes Interesse an Immobilien-Spezialfonds ist dagegen bei den Kreditinstituten zu beobachten. Diese haben ihre Anlagen von drei Milliarden Euro im Jahr 2009 auf sechs Milliarden Euro im Mai 2013 verdoppelt und sich damit auch einen entsprechend höheren Anteil am Gesamtvolumen der Immobilien-Spezialfonds gesichert (12,4 Prozent im Mai 2013 gegenüber acht Prozent 2009). Der Anteil der ausländischen Anleger, der früher um die vier Prozent gelegen hatte, wird leider nicht mehr ausgewiesen.

Dem einen oder anderen neuen Wettbewerber ist zuzutrauen, Vertreter von bisher nicht bekannten Anlegergruppen anzusprechen beziehungsweise sogar mitzubringen. Aber auch die bisher dominierenden Anlegergruppen werden das Instrument des Immobilien-Spezialfonds weiterhin nutzen. Vor dem Hintergrund der Eurokrise wäre eine stärkere Besinnung auf Sachwerte kaum verwunderlich. Für die kommenden Jahre ist daher ein weiteres Wachstum des Immobilien-Spezialfonds zu erwarten. Diese Annahme wird offenbar auf breiter Front geteilt, wie nicht zuletzt die Vielzahl von Neugründungen beweist.

Abbildung 4: Anlegerzusammensetzung Immobilien-Spezialfonds
(Angaben in Milliarden Euro)

